

Une création de « Pure Alpha » en 2019 ?

Chers co-investisseurs,

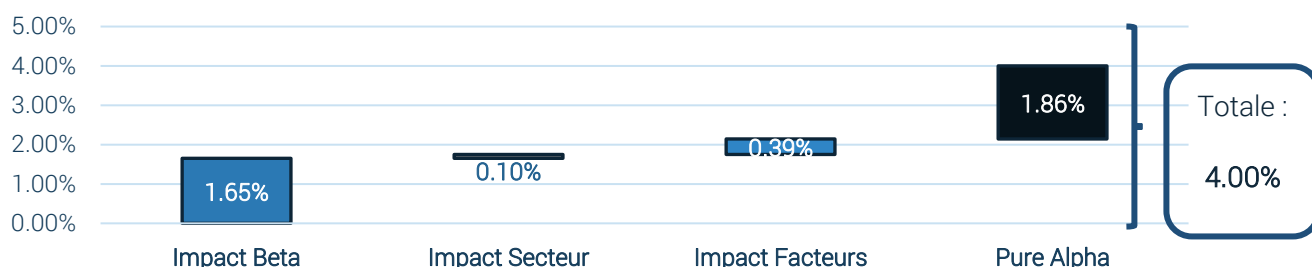
Nous tenons à commencer cette nouvelle année en remerciant les investisseurs qui nous ont fait confiance en 2019. Grâce à vous, nous avons maintenant passé la barre de **40 millions d'euros** d'actifs sur le fonds Durandal. Nous remercions aussi tous ceux qui prennent le temps de nous recevoir et d'étudier notre stratégie et espérons réussir à vous convaincre de nous rejoindre en 2020.

L'année 2019 a été un bon test grandeur nature pour le fonds. En effet, la très bonne performance du STOXX600 dividendes réinvestis (+28.55% sur l'année¹), cumulée aux rapides changements de sentiments générés par les risques géopolitiques n'a pas créé un environnement idéal pour les stratégies Long/Short actions et encore moins pour les Market Neutres². Pourtant, Durandal³ a délivré une performance de **+4.00%** avec une volatilité de **2.87%** ce qui a confirmé notre capacité en 2019 à délivrer une performance stable, peu volatile et décorélée des marchés actions avec un ratio de **sharpe de 1.40**.

Nous souhaitons, dans cette lettre, revenir sur la création de « **Pure Alpha**⁴ » tout au long de l'année 2019, en particulier sur :

1. La génération de Pure Alpha à travers notre sélection short,
2. Le lien entre la volatilité de notre Pure Alpha et le cycle macro-économique.

Attribution de la performance nette 2019



PRESQUE LA MOITIÉ DE LA PERFORMANCE PROVIENT DE NOTRE "PURE ALPHA", SOURCE : BDL CAPITAL MANAGEMENT

¹ La performance 2019 est calculée à partir des dates de VL de Durandal entre le 28/12/2018 et le 27/12/2019

² L'exposition nette moyenne de Durandal en 2019 était de 13.51%. L'exposition nette peut évoluer à la discrétion du gérant dans les limites du prospectus.

³ Durandal Part B, ce qui sera le cas dans le reste de cette lettre

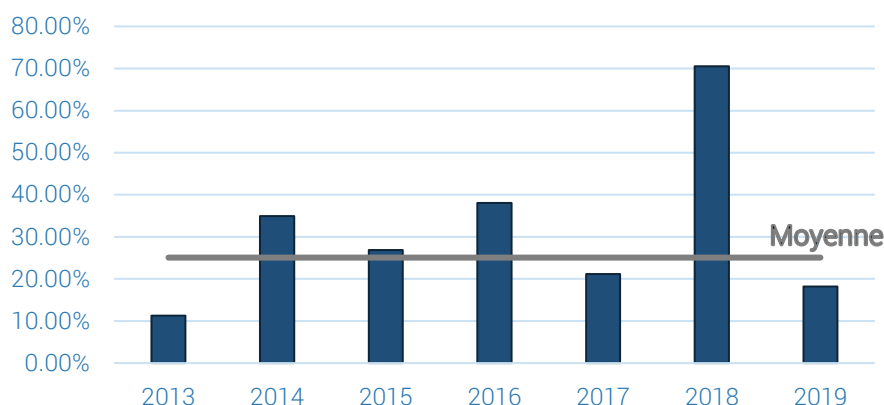
⁴ Le Pure Alpha est la partie de la performance d'un titre qui ne peut être expliquée ni par son exposition au STOXX600 dividendes réinvestis, ni par son secteur ni par ses biais factoriels

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.

1. Quelle est la génération de Pure Alpha à travers notre sélection short ?

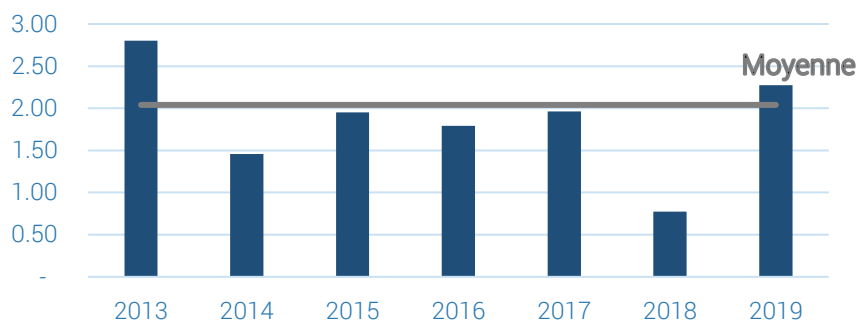
En 2019, seulement 18% de notre univers⁵ a eu une performance négative contre 25% de l'univers historiquement⁶. De plus, les titres ayant eu une performance positive ont affiché, en moyenne, un gain 2.28 fois plus important que les pertes enregistrées auprès des titres négatifs. Historiquement ce ratio est de 2.

Part de notre univers affichant une performance négative sur l'année



IL Y A EU MOINS DE SHORT ABSOLU EN 2019

Ratio entre les gains et les pertes moyennes



SE TROMPER EN 2019 ETAIT PLUS COUTEUX QU'HISTORIQUEMENT

⁵ Notre Univers correspond à l'ensemble des entreprises européennes ayant un chiffre d'affaire ou une capitalisation boursière supérieure à 1 milliard d'euros

⁶ Depuis 2013, en excluant l'année 2018 qui a été particulièrement négative

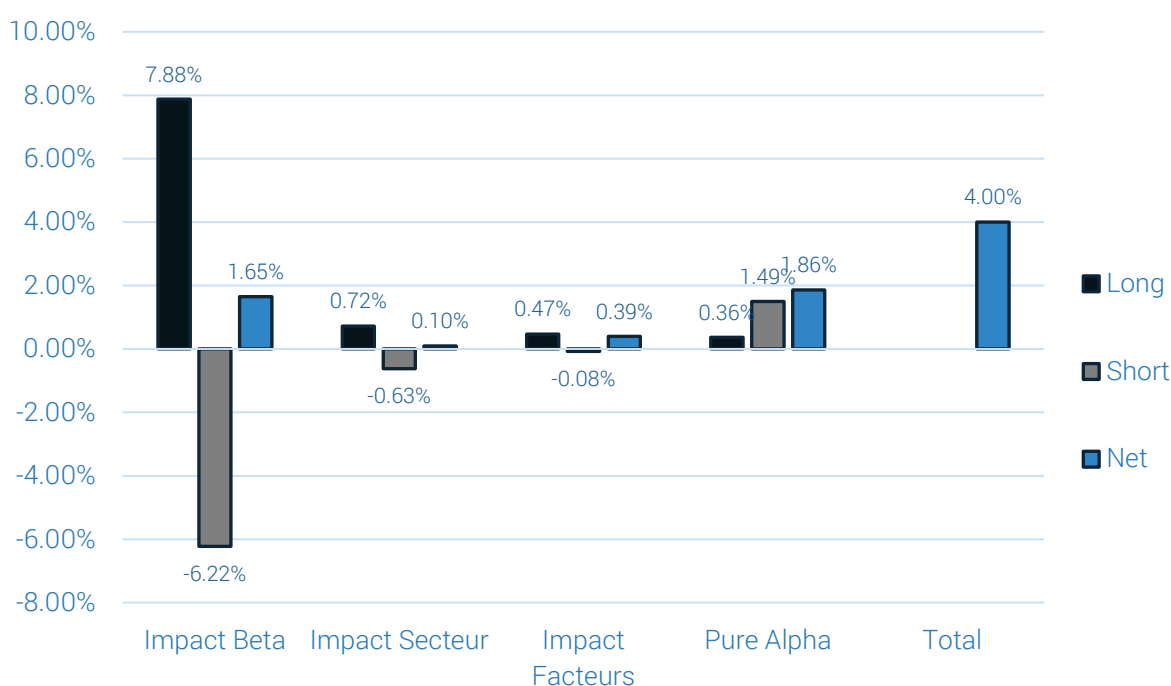
Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



Cela signifie qu'en 2019,

- i) la probabilité de se tromper en sélectionnant un short était plus élevée qu'historiquement et que
- ii) le coût de cette erreur était aussi plus élevé que préalablement. Pourtant avoir une sélection short avait de la valeur, même en 2019, principalement en création de Pure Alpha pour la stratégie. Le Pure Alpha de notre sélection short représente 80% de notre Pure Alpha total.

Attribution de la performance nette 2019, séparation Long et Short

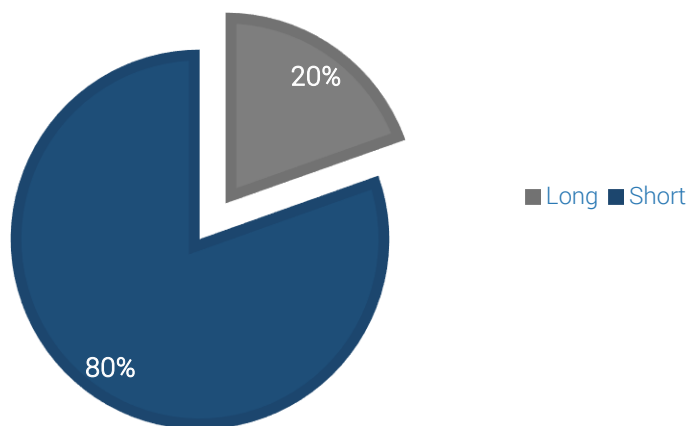


Source : BDL Capital Management

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



RÉPARTITION DU PURE ALPHA



80% DU PURE ALPHA A ETE GENERE PAR NOS SHORT EN 2019

Source : BDL Capital Management

En plus de créer du Pure Alpha, notre sélection short nous permet de garder une corrélation faible avec le STOXX600 dividendes réinvestis, en particulier lors des **trois phases de baisses importantes de 2019**⁷ :

N°	Du	Au	Performance STOXX600 TR	Performance Durandal
1	23/04/2019	31/05/2019	-4.77%	2.51%
2	26/07/2019	16/08/2019	-5.17%	0.79%
3	20/09/2019	04/10/2019	-3.18%	0.63%

Source : BDL Capital Management

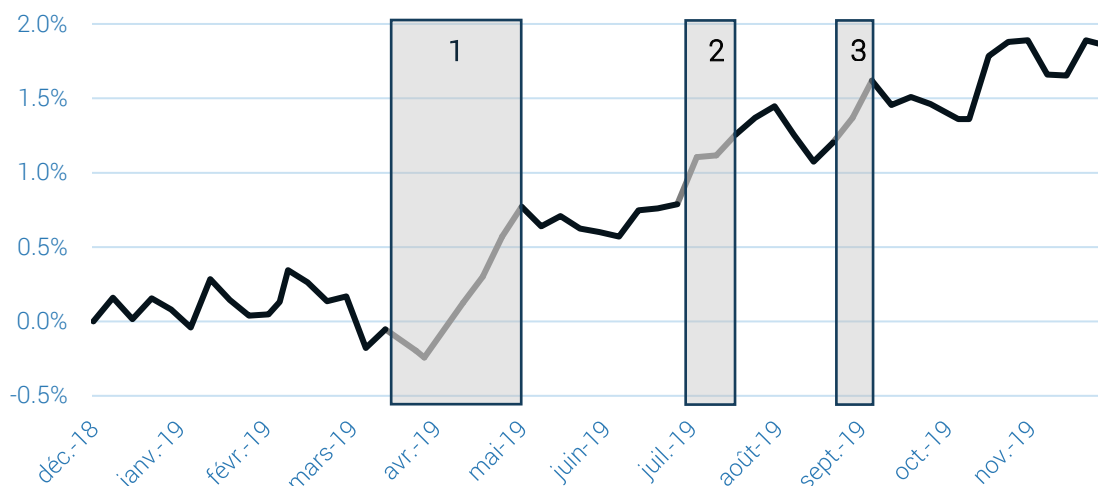
Sur chacune de ces périodes de baisse, grâce à notre sélection short, le fonds Durandal a dégagé une performance positive qui a été de **1.31% en moyenne** contre -4.37% en moyenne pour le marché.

⁷ Représente une baisse de plus de 3% par rapport au plus haut récent

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



Courbe d'évolution du Pure Alpha Cumulé et phases de baisses de marché*



LA CREATION DE PURE ALPHA A TENDANCE A S'ACCELERER LORS DE CES PHASES DE BAISES

*Baisses pour le Stoxx600 dividendes réinvestis de plus de 3% par rapport à son plus haut récent

Source : BDL Capital Management

2. Quel lien entre la volatilité de notre Pure Alpha et le cycle macro-économique ?

La stratégie de Durandal repose sur trois étapes importantes :

- i) l'identification de signaux caractéristiques des bons investissements en long et short,
- ii) **l'identification du cycle macro-économique qui nous permet de sélectionner les signaux à surpondérer**
- iii) la construction de portefeuille pour s'assurer que la performance sera stable et décorrélatante.

Comme vous pouvez le voir sur la figure 5, la création de Pure Alpha n'est pas continue et a été particulièrement volatile en début d'année. Cela est dû au décalage entre le comportement du marché⁸ avec le régime macro-économique (mesuré par notre indice propriétaire QMI⁹). La plus grande partie de la performance de Durandal a été créée entre le 22/04/2019 et le 06/09/2019 (voir le tableau 1). Pendant cette période le comportement du

⁸ Pour analyser le comportement du marché nous nous référons aux indices L/S Factoriels de Morgan Stanley (MSEEEVAL Index, MSEEMOMO Index, MSEEGRW Index, MSEEQLTY Index) et leur corrélation

⁹ Quantitative Macro Index. Le régime économique dépend de son signe et de sa direction

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.



LETTRE DE LA GESTION

Durandal

Janvier 2020



marché était synchronisé avec le régime macro-économique, nous avons donc pu déployer plus de capital sur cette période. Lorsque le comportement du marché et le régime macro-économique ne sont pas synchronisés, nous nous reposons sur notre construction de portefeuille¹⁰ pour limiter la volatilité de notre stratégie.

Périodes			Comportement du marché	Régime QMI	Performance Durandal	Lever Moyen
N°	Début	Fin				
A	28/12/2018	22/04/2019	Reprise	Contraction	0.04%	1.00
B	22/04/2019	06/09/2019	Contraction	Contraction	3.27%	1.16
C	06/09/2019	06/12/2019	Reprise	Contraction	0.42%	1.10
Actuel	06/12/2019	27/12/2019	Reprise	Reprise	0.26%	1.19

PERIODES SYNCHRONES ET ASYNCHRONES ENTRE LE COMPORTEMENT DU MARCHÉ ET LE RÉGIME MACRO-ÉCONOMIQUE

Source : BDL Capital Management

En 2019, notre indice n'a indiqué que deux régimes macro-économiques : de janvier à novembre inclus nous étions en régime de contraction puis nous sommes passés en régime de reprise en décembre. Cependant, en début d'année, le marché s'est comporté comme s'il était en régime de reprise, et il a fallu attendre le mois d'avril pour retrouver un comportement synchrone avec le cycle macro-économique, i.e. un comportement de régime de contraction.

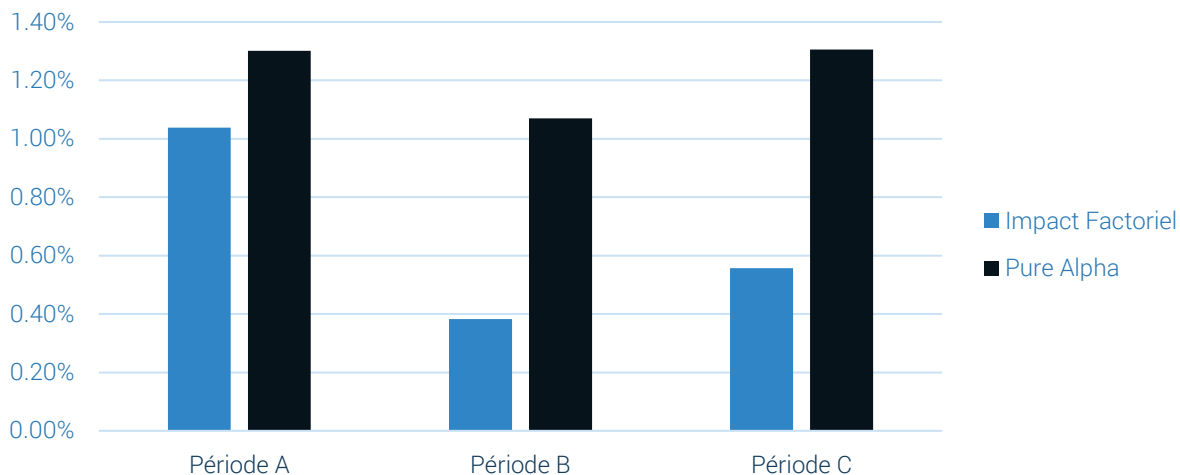
Cette dissonance entre le comportement du marché et le régime macro-économique se retrouve aussi sur la volatilité de notre performance attribuée à nos biais factoriels qui augmentent dans ces périodes. En revanche, la volatilité de notre Pure Alpha est restée stable tout au long de l'année 2019. Nous cherchons toujours à réduire la volatilité de l'impact factoriel afin que la performance de la stratégie soit principalement expliquée par notre Pure Alpha, i.e. notre sélection de titres à acheter et vendre.

¹⁰ Vous pouvez vous référer à [notre lettre de septembre 2019](#) qui entre plus en détails sur cet aspect de notre stratégie

Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.

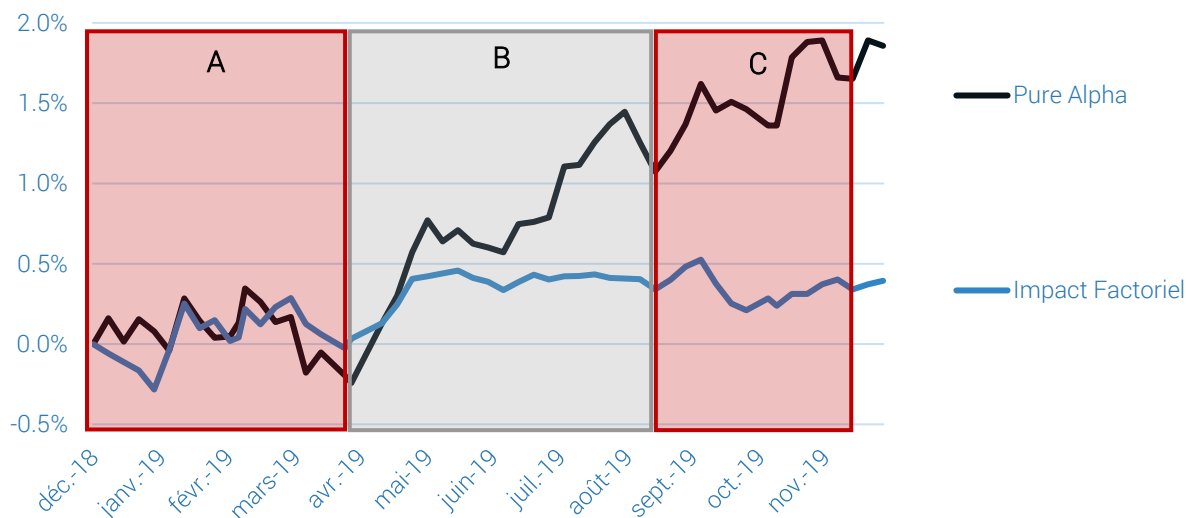


Volatilité dans les différentes périodes du cycle macro-économique



Lors de la **période A**, la volatilité de la performance due à nos biais factoriels était équivalente à celle de notre Pure Alpha, ce qui n'est pas un environnement idéal pour Durandal et explique notre levier plus faible (1.00 sur la période). En revanche, lors de la **période B**, la volatilité de la performance due à nos biais factoriels a considérablement diminué, ce qui nous a permis de déployer plus de capitaux (Lever de 1.16 sur la période) et de créer un Pure Alpha régulier et stable.

Evolution cumulée et périodes du cycle macro-économique



Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.

LETTRE DE LA GESTION

Durandal

Janvier 2020



Conclusion

En 2019, la performance de la stratégie a été générée principalement grâce à notre Pure Alpha. Cela est particulièrement vrai lorsque le comportement du marché est synchronisé avec le régime macro-économique. Cependant, lorsqu'il y a une dissonance entre ces deux aspects, comme c'était le cas en début d'année, notre méthode de construction de portefeuille nous permet, tout de même, de stabiliser la performance de notre stratégie. Sur le long terme, la performance de Durandal viendra de notre Pure Alpha, i.e. de notre sélection d'entreprises à acheter et vendre, alors que notre construction de portefeuille nous permettra d'attendre un environnement plus porteur pour déployer notre capital.

En décembre 2019, nous avons retrouvé un tel environnement porteur puisque le régime macro-économique s'est **synchronisé** avec le comportement du marché après être passé en régime de reprise. Notre levier est maintenant de 1.19 contre 1.10 en moyenne sur l'année 2019.

Maxime Hayot et l'équipe de la gestion quantitative de BDL Capital Management

Lettre achevée le 21 janvier 2020



Ce document ne doit être ni transmis, ni copié, ni reproduit. Il ne constitue ni une offre d'investissement, ni une recommandation. Un investissement dans un des fonds de BDL Capital Management ne devrait être considéré qu'après consultation du prospectus. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps et ne font l'objet d'aucune garantie. L'attention de l'investisseur est attirée sur les facteurs de risque du fonds, notamment le risque de perte en capital et le risque action. Les cas d'investissement cités dans cette lettre sont présentés à un instant et ne représentent pas nécessairement les investissements actuels de la société de gestion qui peuvent être modifiés à tout moment. Pour plus d'informations sur les risques et les frais, vous pouvez vous référer au DICI, au prospectus ou contacter votre interlocuteur habituel.

